

医药生物

2026 年 05 月 27 日

宏源药业

(301246)

——原料药为盾铸壁垒，六氟磷酸锂为矛拓成长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2026 年 05 月 27 日
收盘价 (元)	31.39
一年内最高/最低 (元)	35.58/13.82
市净率	2.7
股息率% (分红/股价)	0.10
流通 A 股市值 (百万元)	5,339
上证指数/深证成指	4,093.73/15,736.47

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2026 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	11.52
资产负债率%	26.67
总股本/流通 A 股 (百万)	400/170
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com

余玉君 A0230522080005
yuyj@swsresearch.com

联系人

瞿大智 A0230126020001
qudz@swsresearch.com

投资要点:

- **"医药+锂电"双轮驱动。**宏源药业是一家主营医药和锂电池材料的高新技术企业。公司不仅建立了较完善的医药产业链，还是国内最早实现六氟磷酸锂工业化批量生产的企业之一。公司现有六氟磷酸锂权益产能 1.25 万吨，位居行业前列，已进入比亚迪等头部电池企业核心供应链。其医药板块核心产品市占率领先，收入稳定，构成盈利基本盘；锂电板块量价齐升是业绩弹性的主要来源。2025 年及 2026Q1 公司营收与归母净利润均实现大幅增长，主要系新能源汽车市场需求持续增长以及储能市场快速放量，2025Q4 六氟磷酸锂价格迎来反转，公司锂电业务盈利能力显著改善。
- **医药：构建一体化产业链，核心产品市占率领先。**公司深耕硝基咪唑类抗菌药物与抗疱疹病毒药物领域，已实现从起始物料、关键中间体到原料药乃至制剂的完整产品路线覆盖，同时也是全球青霉素类抗菌药物中间体的主要供应商之一。甲硝唑、2-甲基-5-硝基咪唑、乙二醛、乙醛酸、鸟嘌呤等核心品种的产能与市场份额均居国内外前列，规模优势显著。公司持续推进产业链升级，夯实硝基咪唑类产线，延伸抗疱疹病毒类产业链，并积极拓展高端原料药与制剂一体化发展，多个原料药品种已递交上市申请。
- **锂电：六氟磷酸锂加速扩产，VC 添加剂新品延伸。**公司现有六氟磷酸锂产能已满产满销，正加速推进扩产计划，后续六氟磷酸锂产能规划总计 4.6 万吨/年。2025Q4 六氟磷酸锂价格触底反弹，2026Q2 再度进入涨价通道，下游新能源汽车、储能电站、消费电子、以及低空经济、机器人等新兴领域的领域多重需求共振，为价格中枢上移提供持续支撑。VC 添加剂领域，公司规划产能 7000 吨/年，受益于磷酸铁锂电池需求爆发及行业供给刚性特征，VC 价格进入新一轮上涨周期，公司有望充分受益。此外，固态电池电解质前驱体及六氟磷酸钠等下一代技术亦在公司储备之中。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.23/45.12/73.40 亿元，同比增长 66.2%/40.0%/62.7%；归母净利润分别为 7.78/13.06/23.06 亿元，同比增长 553.1%/67.9%/76.6%。我们采用 PE 估值法，根据 Wind 一致预期，可比公司 2026 年平均 PE 为 21x，对应宏源药业目标市值为 160 亿元，相较于当前市值，公司有 27%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，产品价格下滑风险，投产进度不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,939	704	3,223	4,512	7,340
同比增长率 (%)	9.5	62.3	66.2	40.0	62.7
归母净利润(百万元)	119	144	778	1,306	2,306
同比增长率 (%)	131.3	1,524.4	553.1	67.9	76.6
每股收益 (元/股)	0.30	0.36	1.94	3.26	5.76
毛利率 (%)	18.8	32.0	34.1	39.1	41.1
ROE (%)	2.7	3.1	14.9	20.4	27.3
市盈率	105		16	10	5

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.23/45.12/73.40 亿元，同比增长 66.2%/40.0%/62.7%；归母净利润分别为 7.78/13.06/23.06 亿元，同比增长 553.1%/67.9%/76.6%。我们采用 PE 估值法，根据 Wind 一致预期，可比公司 2026 年平均 PE 为 21x，对应宏源药业目标市值为 160 亿元，相较于当前市值，公司有 27% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1、医药：预计 2026-2028 年，医药中间体及原料药和有机化学原料业务将保持稳健增长，产品均价和毛利率水平基本稳定，构成公司盈利的基本盘。

2、锂电：产能方面，预计公司 2026 年中、2028 和 2030 年初将分别投产六氟磷酸锂 6000 吨、2 万吨和 2 万吨，2027 年将投产 VC 添加剂 7000 吨。我们假设上述项目均按计划落地，且新增产能的产销率维持在高位。价格方面，我们假设 2026-2028 年六氟磷酸锂销售均价分别为 13.5/14.0/14.0 万元/吨；2027-2028 年 VC 添加剂销售均价分别为 15.0/15.0 万元/吨。产品价格的上涨带动公司锂电池材料业务毛利率上升。

有别于大众的认识

市场仍停留于宏源药业是传统原料药公司的印象，而公司已是锂电池产业链的重要参与者。公司不仅是全球硝基咪唑类抗菌原料药及青霉素类中间体的主要供应商，更是国内最早实现六氟磷酸锂工业化批量生产的企业之一，现有权益产能 1.25 万吨/年，位居行业前列，并已进入比亚迪等头部电池企业的核心供应链。更重要的是，公司正加速向锂电材料平台型企业转型：六氟磷酸锂后续产能规划 4.6 万吨/年，全部建成后总产能将达约 6 万吨/年；VC 添加剂规划产能 7000 吨/年；固态电池电解质前驱体及六氟磷酸钠等下一代技术亦在储备之中。随着锂电项目陆续投产，锂电业务将成为驱动公司未来 3 到 5 年业绩持续高增的核心引擎。

此外，我们认为本轮涨价周期具备更坚实的下游需求支撑。当前价格上行的核心驱动力，来自新能源汽车、储能电站及消费电子领域的多重需求共振：既来自新能源汽车带来的稳定动力电池装车需求，也来自绿电配储项目加速放量，更来自消费电子以及低空经济、机器人等新兴锂电应用场景的快速崛起。上述多重动力将共同推动锂电池产销保持高速增长，为六氟磷酸锂价格中枢上移提供持续有力的需求支撑。

股价表现的催化剂

六氟磷酸锂及 VC 添加剂产能扩张落地，六氟磷酸锂及 VC 添加剂价格上涨。

核心假设风险

原材料价格波动风险，产品价格下滑风险，投产进度不及预期风险。

目录

1. 宏源药业：“医药+锂电”双轮驱动	5
1.1 宏源药业是一家主营医药和锂电池材料的高新技术企业	5
1.2 公司股权结构稳定，共同实际控制人合计持股 44.78%	5
1.3 医药稳健托底，锂电有望开启增长新曲线	6
2. 医药：构建一体化产业链，核心产品市占率领先	7
2.1 药品刚性需求持续释放，公司医药产业链终端需求稳健	7
2.2 核心产品市占率领先，规模优势明显	8
2.3 持续升级产业链，拓展一体化产线	9
3. 锂电：六氟磷酸锂加速扩产，VC 添加剂新品延伸	10
3.1 锂电池需求持续高增，带动六氟磷酸锂价格上涨	10
3.2 公司六氟磷酸锂加速扩产，行业地位稳固	12
3.3 布局 VC 添加剂，打造锂电业务新增长极	13
4. 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 估值	15
5. 风险提示	16



图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2026Q1）	6
图 3：公司收入及归母净利润（亿元，右轴：%）	6
图 4：公司期间费用率（%）	6
图 5：公司主要业务收入（亿元）	7
图 6：公司主要业务毛利率（%）	7
图 7：甲硝唑终端销售额及科伦药业销售单价情况.....	8
图 8：阿昔洛韦终端销售额及科伦药业销售单价情况	8
图 9：硝基咪唑类产业链.....	8
图 10：抗疱疹病毒产业链.....	9
图 11：公司境外销售收入（亿元，右轴：%）	9
图 12：国内动力电池和储能电池产量（GWh）	10
图 13：国内动力电池和储能电池销量（GWh）	10
图 14：国内动力电池和储能电池出口量（GWh）	11
图 15：国内动力电池装车量（GWh）	11
图 16：锂电产业链	11
图 17：六氟磷酸锂主流价格情况（万元/吨）	12
图 18：公司六氟磷酸锂生产流程	12
图 19：VC 添加剂主流价格情况（万元/吨）	13
表 1：国内主要厂商六氟磷酸锂产能情况.....	13
表 2：公司盈利预测	15
表 3：可比公司估值（对应 2026 年 5 月 26 日收盘价）	16

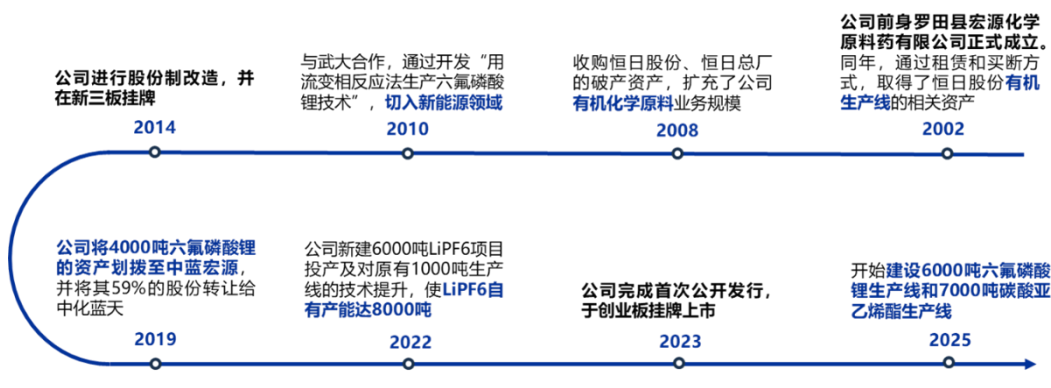
1. 宏源药业：“医药+锂电”双轮驱动

1.1 宏源药业是一家主营医药和锂电池材料的高新技术企业

宏源药业创立于 2002 年，建立了较完善的医药产业链。公司实现了硝基咪唑类抗菌药物及抗疱疹病毒药物从起始物料、关键中间体到原料药、直至制剂的完整产品路线覆盖，成为全球硝基咪唑类抗菌原料药及中间体、抗疱疹病毒原料药及中间体、青霉素类抗菌药物中间体的主要供应商之一，核心产品市占率行业领先。

此外，公司是国内最早工业化批量生产六氟磷酸锂的企业之一。公司形成了以核心材料六氟磷酸锂为主、部分电解液添加剂和功能性锂盐协同的电解液材料供应体系，并成为比亚迪等行业领先企业的合格供应商。

图 1：公司历史沿革



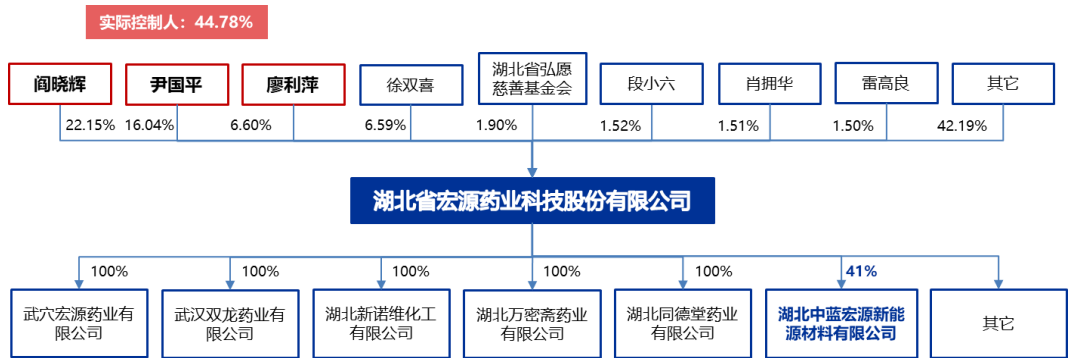
资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.2 公司股权结构稳定，共同实际控制人合计持股 44.78%

公司股权结构稳定。公司董事长尹国平先生曾任湖北恒日化工股份有限公司董事长、总经理，宏源有限董事长、总经理；现任宏源药业董事长。公司实际控制人尹国平先生与廖利萍女士系夫妻关系，根据《上市公司收购管理办法》的规定构成一致行动人，二人合计持有公司 22.64% 的股份，持股比例位居首位。

为进一步巩固控制权，尹国平、廖利萍夫妇已与股东阎晓辉先生签署《一致行动协议》。阎晓辉先生为 2012 年引入的财务投资者，不参与公司日常经营管理。三人于 2016 年 8 月 2 日首次签署《一致行动协议》，并于 2026 年 3 月 10 日续签。三人合计持有公司总股本的 44.78%。其签订的《一致行动协议》有利于维护公司实际控制权的稳定，保持公司重大事项决策的一致性，实现对公司实质有效的控制。

图 2：公司股权结构（截至 2026Q1）



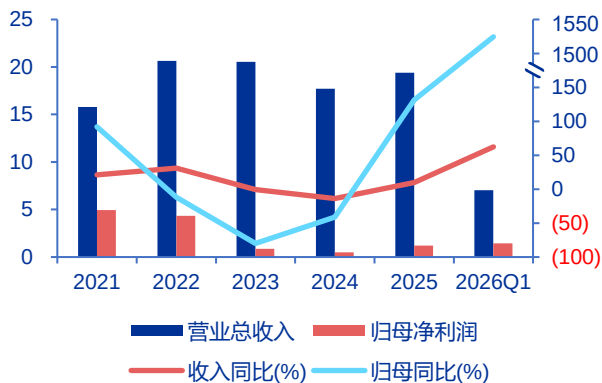
资料来源：公司公告，企查查，申万宏源研究

1.3 医药稳健托底，锂电有望开启增长新曲线

2025 及 2026Q1 公司营收双增。2025 年，公司实现营业总收入 19.39 亿元，同比增长 9.53%，实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 131.33%。公司营收双增主要系新能源汽车市场需求持续增长以及储能市场快速放量，2025Q4 六氟磷酸锂价格迎来反转，公司锂电业务盈利能力显著改善。2026Q1，公司实现营业总收入 7.04 亿元，同比增长 62.31%，实现归母净利润 1.44 亿元，同比增长超 15 倍。

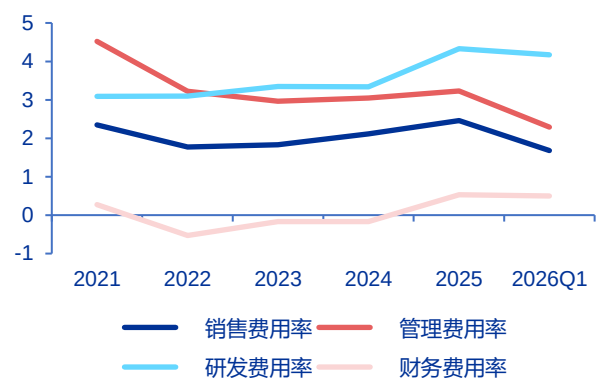
费用结构稳定，持续加大研发投入。期间费用率方面，2025 年公司期间费用率为 10.55%，同比增长 2.22 个百分点。其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 2.46%/3.23%/4.33%/0.53%，同比+0.35/+0.18/+0.99/+0.70 个百分点。整体来看，公司费用结构相对稳定，并对研发投入持续重视。

图 3：公司收入及归母净利润（亿元，右轴：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司期间费用率（%）

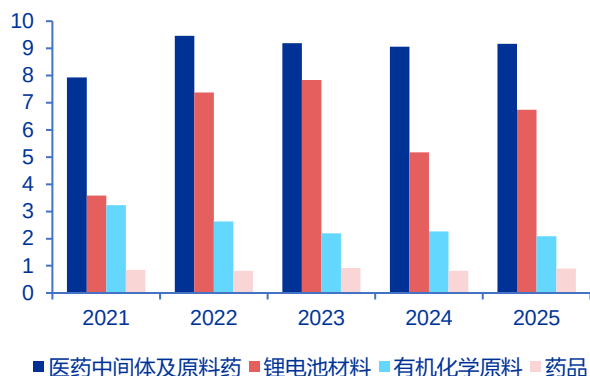


资料来源：Wind，申万宏源研究

医药业务稳健，六氟磷酸锂价格触底回升驱动利润增长。从收入结构来看，公司当前以医药中间体及原料药为核心业务，全年收入规模稳定在 9 亿元左右，占比最高，毛利率维持在 20%–25% 区间，整体较为稳健。2025Q4 六氟磷酸锂价格触底回升，公司锂电池材料业务经营情况改善，是推动公司 2025 年利润回升的主要驱动力。整体来看，医药中间体及

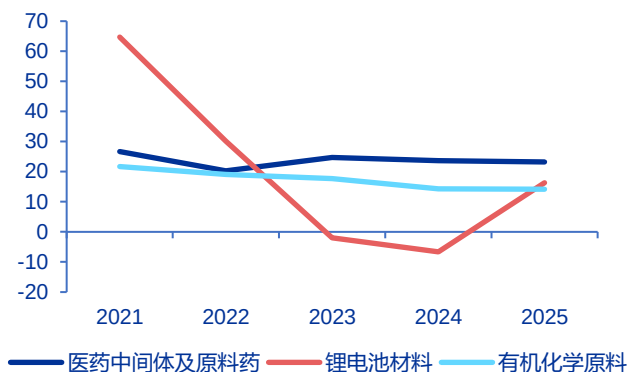
原料药板块为公司提供了稳定的现金流；而锂电池材料板块由于六氟磷酸锂价格波动较大，对公司业绩变化产生主要影响。

图 5：公司主要业务收入（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：公司主要业务毛利率（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 医药：构建一体化产业链，核心产品市占率领先

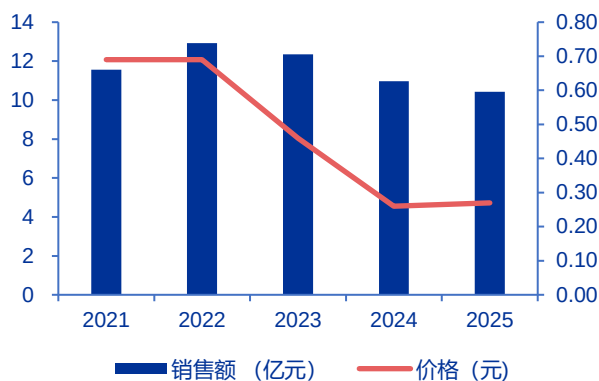
2.1 药品刚性需求持续释放，公司医药产业链终端需求稳健

医药行业是关系国计民生的战略性产业，终端需求稳定。在人口老龄化加剧、医疗保健重视程度提升及居民收入水平提高的驱动下，国内药品刚性需求持续释放；同时，中国凭借完整的化工产业链和规模化生产优势，深度参与全球药品供应链，全球约 1/3 的原料药由中国供应，且出口规模保持稳定。根据中国医保商会统计，2025 年我国原料药及中间体进出口总额达 552.5 亿美元，同比增长 2.7%。内需稳步扩容与外需市场拓展形成共振，共同驱动原料药行业持续发展。

公司深耕硝基咪唑类抗菌药物与抗疱疹病毒药物（洛韦系列）领域。公司已构建起从起始物料、关键中间体到原料药乃至医药制剂的完整一体化产业链，同时也是全球青霉素类抗菌药物中间体的主要供应商之一。甲硝唑、2-甲基-5-硝基咪唑、乙二醛、乙醛酸、鸟嘌呤等核心品种的产能与市场份额均居国内外前列，产品销往全球数十个国家和地区，与国药集团、石药集团、哈药集团、普洛药业、科伦药业等国内知名药企，以及赛诺菲、索尔维等国际制药巨头保持良好合作。

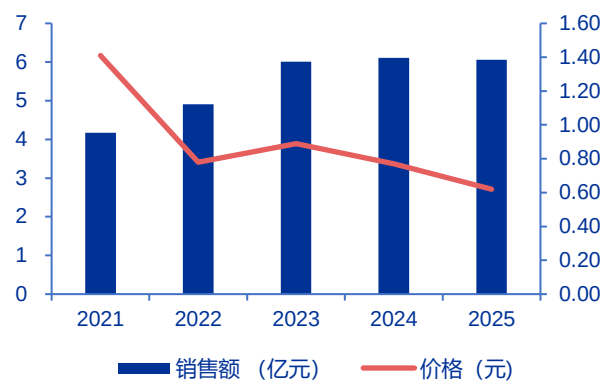
甲硝唑及阿昔洛韦终端需求稳定。米内网数据显示，甲硝唑及阿昔洛韦在价格（以科伦药业产品销售单价为例）承压的情况下，近三年终端销售额基本保持稳定。

图 7：甲硝唑终端销售额及科伦药业销售单价情况
(亿元，右轴：元)



资料来源：米内网，申万宏源研究

图 8：阿昔洛韦终端销售额及科伦药业销售单价情况
(亿元，右轴：元)

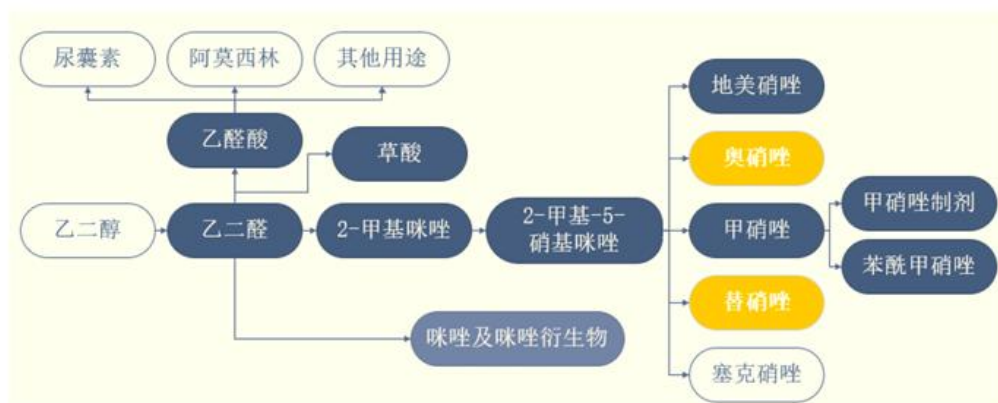


资料来源：米内网，申万宏源研究

2.2 核心产品市占率领先，规模优势明显

硝基咪唑类产业链：公司在该领域已实现从基础化工原料到制剂的全面覆盖。主要产品包括：乙二醛（广泛应用于医药中间体、织物整理剂等领域）、乙醛酸（下游关键中间体，同时为合成阿莫西林等青霉素类药物的重要中间体）、2-甲基-5-硝基咪唑（关键中间体）以及甲硝唑原料药。凭借显著的规模优势，2025 年公司乙醛酸销售量约 46,614 吨、实现收入约 3.05 亿元，甲硝唑销售量约 3,844 吨、实现收入约 2.67 亿元，其产能和市场份额均在国内乃至全球市场占据领先地位，行业领先地位稳固。

图 9：硝基咪唑类产业链



注：图中箭头表示主要产品的生产路线；深蓝色框内的产品为公司现有产品，橘黄色框内产品为公司正在研发的产品；浅蓝色框内产品为正在投建的产品；白色框内的产品为产业链条中的上下游产品。

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

抗疱疹病毒产业链：公司在洛韦系列抗疱疹病毒药物领域已初步构建起从三氨物、鸟嘌呤到双乙酰阿昔洛韦、阿昔洛韦的较完整产业链，并将继续向上下游延伸。核心产品鸟嘌呤为阿昔洛韦等核苷类抗病毒药物的关键中间体，产能与市场占有率行业领先。

图 10：抗疱疹病毒产业链



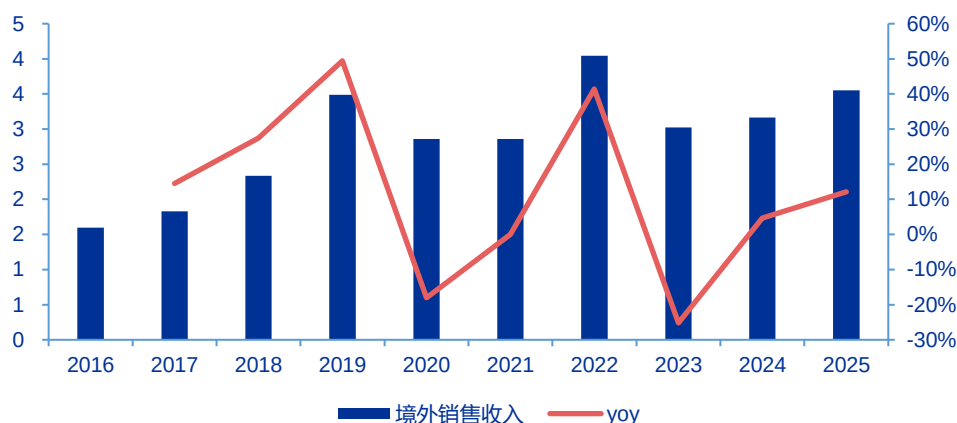
资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

2.3 持续升级产业链，拓展一体化产线

公司持续夯实硝基咪唑类产业链，2025 年 11 月已就 2-甲基-5-硝基咪唑生产线设备升级改造项目申请环评批复，技术和产能基础有望进一步强化。在延伸抗疱疹病毒类产业链的同时，公司积极推进高端原料药与制剂一体化发展。2025 年，艾莫拉德、达格列净、盐酸伐昔洛韦三个原料药品种已递交上市申请，年产 4.5 亿片磷酸西格列汀片项目及年产 3600 万粒栓剂双唑泰栓项目通过 GMP 符合性检查，为公司向特色医药中间体、高端原料药及医药制剂一体化发展注入新动力。

未来，公司将持续推进高端原料药、特色医药中间体和医药制剂产品的一体化发展，同时进一步拓展国际市场，并在国内市场大力推进仿制药、创新药的报批，不断丰富公司医药产品管线，提升医药板块的业务规模和市场竞争力。2025 年，公司境外销售收入约 3.55 亿元，同比增长 12.17%，占总营收 18.31%，海外业务收入稳步增长。

图 11：公司境外销售收入（亿元，右轴：%）



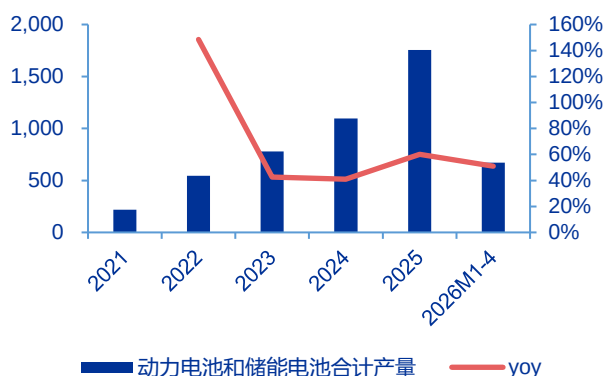
资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 锂电：六氟磷酸锂加速扩产，VC 添加剂新品延伸

3.1 锂电池需求持续高增，带动六氟磷酸锂价格上涨

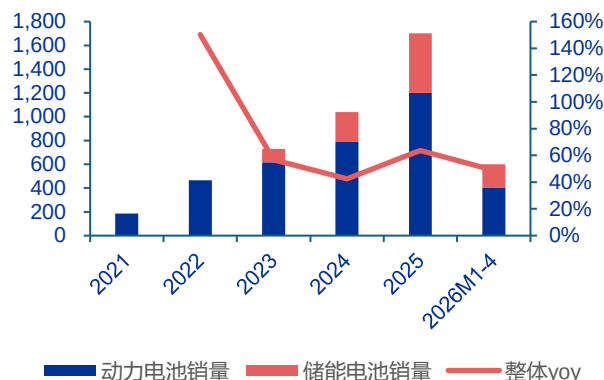
我国动力及储能电池产销持续高增，磷酸铁锂电池是核心增量引擎。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2025 年我国动力和储能电池产量达 1755.6GWh (+60.1%)，其中磷酸铁锂电池占比约 80%；销量达 1700.5GWh (+63.6%)。2026 年 1-4 月，产量与销量分别达 671.3GWh (+51.0%) 和 601.2GWh (+48.9%)，产量中磷酸铁锂电池占比进一步提升至 81.9%。从细分领域看，2026 年 1-4 月储能电池销量 200.4GWh，同比增长 100.4%，增速远高于整体，而储能电池几乎 100% 采用磷酸铁锂路线，带动磷酸铁锂电池成为本轮电池产销高增中边际增量最为显著的技术路线。

图 12：国内动力电池和储能电池产量 (GWh)



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

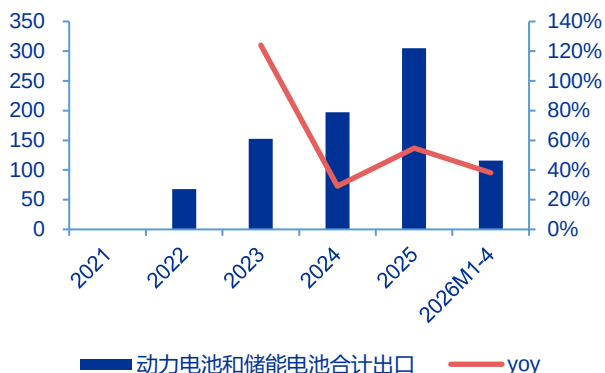
图 13：国内动力电池和储能电池销量 (GWh)



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

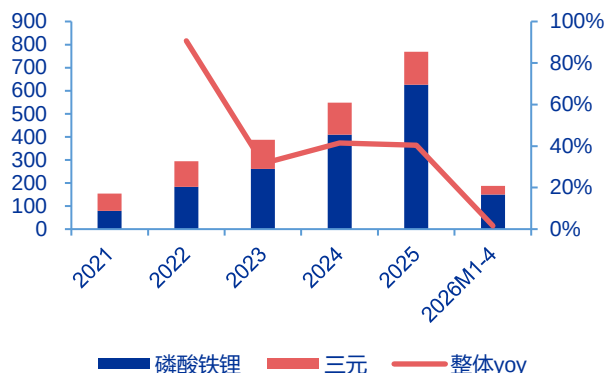
电池出口同步高增，国内装车量保持增长。根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，出口方面，2025 年我国动力和储能电池出口达 305.0GWh，同比增长 50.7%；2026 年 1-4 月出口 115.8GWh，同比增长 38.1%，境外需求持续旺盛。装车量方面，2025 年国内动力电池装车量达 769.7GWh，同比增长 40.4%，增长主要来自于磷酸铁锂电池；2026 年 1-4 月装车量 187.2GWh，同比仅增长 1.6%，增速有所放缓，主要受新能源汽车补贴政策取消影响。

图 14：国内动力电池和储能电池出口量（GWh）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

图 15：国内动力电池装车量（GWh）



资料来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，申万宏源研究

六氟磷酸锂是锂电池的核心原料，需求受新能源汽车、储能电站及消费电子多重拉动。

锂离子电池由正极、负极、隔膜、电解液四大核心材料构成。其中，电解液在充放电过程中负责传导锂离子，是电池能量转化的“通道”，其性能直接影响电池的安全性与循环寿命。六氟磷酸锂是电解液的核心锂盐原料，也是当前商品锂离子电池中使用最主要的电解质锂盐，占电解液成本的 40%—50%。下游需求主要受新能源汽车、储能电站、消费电子以及低空经济、机器人等新兴领域的多重拉动，增长驱动力充足。

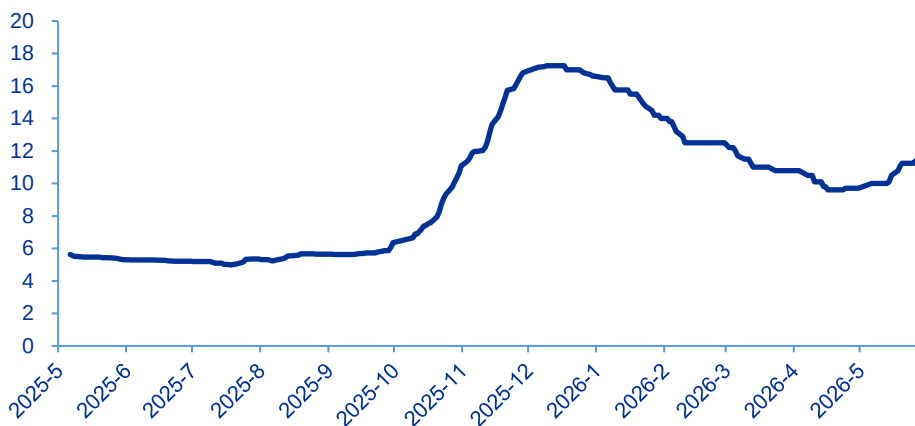
图 16：锂电产业链



资料来源：前瞻产业研究院，公司公告，公司招股说明书，申万宏源研究

25Q4 六氟磷酸锂价格触底反弹，26Q2 出现新一轮涨价趋势。根据隆众资讯数据，国内六氟磷酸锂价格自 2025 年 Q3 触及 4.98 万元/吨的历史低点后触底反弹，2025Q4 开启强势上行，至 12 月中旬最高涨至 17.25 万元/吨；2026Q1 高位回调后，于 4 月中旬再度企稳，并在下游电池产销高增的推动下，2026Q2 起重新进入涨价通道。截至 5 月 26 日，六氟磷酸锂价格已回升至 11.4 万元/吨。

图 17：六氟磷酸锂主流价格情况（万元/吨）



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

3.2 公司六氟磷酸锂加速扩产，行业地位稳固

宏源药业是六氟磷酸锂的主要生产商之一，现有权益产能 1.25 万吨/年。公司 2025 年六氟磷酸锂产能达 1 万吨/年。另外，参股 41%的子公司中蓝宏源拥有产能 6000 吨/年，合计权益产能约 1.25 万吨/年。在技术工艺方面，公司与武汉大学合作开发的“流变相反应法生产六氟磷酸锂技术”从本质上解决了传统工艺中反应效率低、周期长、质量不稳定及工艺可操作性差等问题，显著缩短了反应周期，提高了原料利用率，并有效降低了安全风险和污染排放。该技术已通过湖北省科学技术厅技术鉴定，鉴定为“项目成果达到国际先进水平”。

图 18：公司六氟磷酸锂生产流程



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

变更募投项目加速扩产，后续六氟磷酸锂产能规划总计 4.6 万吨/年。公司现有六氟磷酸锂产能已满产满销，产能瓶颈是制约业绩进一步释放的关键因素。为突破产能限制，公司加速推进扩产计划：2025 年 4 月，6000 吨/年高纯晶体六氟磷酸锂改扩建项目环评获批；2026 年 4 月 29 日，公司公告变更部分募投资金用途，新增武穴宏源锂电新能源材料一体化项目，建设内容包括 40000 吨/年高纯晶体六氟磷酸锂生产装置，总投资约 9.58 亿元，分两期建设（一期建设工期 个月，二期 个月，初步计划一期投产后一年启动二期）。

上述项目全部建成后，公司六氟磷酸锂总产能规模将达到约 6 万吨/年，产能扩张进入快车道。

产能位于行业前列，供货比亚迪等业内领先企业。根据公司已披露的扩产规划测算，2026 年宏源药业六氟磷酸锂合计权益产能预计约 1.85 万吨，在国内同类企业中排名前列。凭借技术和规模优势，公司已进入比亚迪等头部企业的供应链体系，成为其六氟磷酸锂产品的核心供应商之一，优质稳定的客户结构也为未来新增产能的顺利消化提供了有力保障。

表 1：国内主要厂商六氟磷酸锂产能情况

公司	2025 产能 (万吨)	2026E 产能 (万吨)
多氟多	6.5	6.5
天际股份	1.2	2.7
——泰际材料 (51%)	1.0	1.0
——泰瑞联腾 (70%)	1.5	1.5
天际股份 (权益)	2.8	4.3
宏源药业	1.0	1.6
——中蓝宏源 (41%)	0.6	0.6
宏源药业 (权益)	1.2	1.8

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

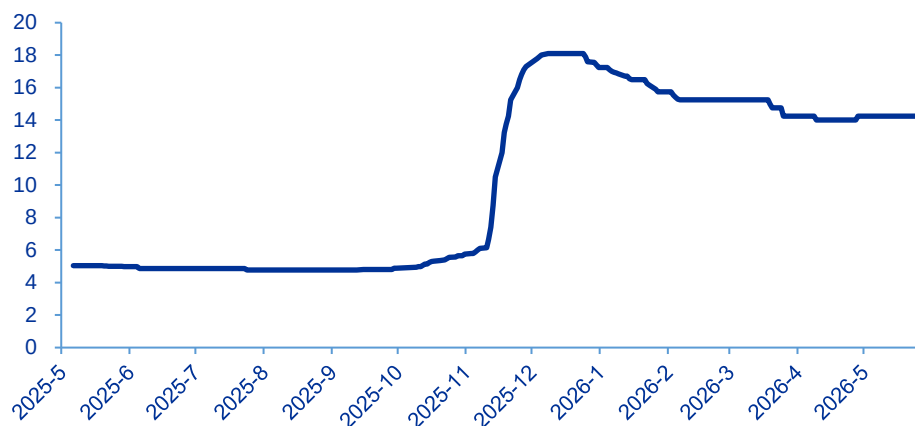
3.3 布局 VC 添加剂，打造锂电业务新增长极

VC 添加剂是锂电池电解液的核心添加剂之一。VC 添加剂（碳酸亚乙烯酯）是锂电池电解液中最核心的功能性添加剂之一，对电池的循环寿命、安全性和高温稳定性起着决定性作用。VC 添加剂生产涉及氯化、氟化等高危化工工艺，环保及安全审批严格，行业准入门槛较高，二三线厂商扩产难度大，且停产复产需经历 3 个月以上的爬坡期，新建产能周期更长达一年，行业供给刚性特征显著。

公司前瞻性布局 VC 添加剂领域，规划总产能达 7000 吨/年。2023 年 8 月，公司发布新募投项目公告，规划建设武穴宏源新能源材料项目（一期），计划投入 4.16 亿元，建设周期 24 个月，产品包含 VC 等锂电添加剂；后于 2026 年将该项目变更为“年产 7000 吨碳酸亚乙烯酯新建项目”，进一步明确产品方向。近期，受益于储能需求爆发带动磷酸铁锂电池产量激增，而行业近三年无新增 VC 产能释放，中小厂商受技术、环保门槛制约难以复产，叠加头部企业停产检修等因素，VC 供给持续偏紧，价格进入新一轮上涨周期。截至 5 月 26 日，VC 添加剂价格维持在 14.3 万元/吨。公司有望充分受益于本轮景气上行。

纵向延伸，储备下一代电解质技术。公司前瞻性布局固态电池等前沿方向，目前已完成公斤级硫化物电解质前驱体及电解质样品制备，正在进行测试优化工作，并筹备中试线建设。同时，公司也是钠电池材料领域较早的布局者之一，六氟磷酸钠已实现正常生产和销售，现有设计产能 400 吨/年。

图：VC 添加剂主流价格情况（万元/吨）



资料来源：隆众资讯，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

盈利预测：预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.23/45.12/73.40 亿元，同比增长 66.2%/40.0%/62.7%；归母净利润分别为 7.78/13.06/23.06 亿元，同比增长 553.1%/67.9%/76.6%。

上述盈利预测关键假设如下：

1、医药：公司已构建起从起始物料、关键中间体到原料药乃至制剂的完整一体化产业链，是全球青霉素类抗菌药物中间体的主要供应商之一。甲硝唑、2-甲基-5-硝基咪唑、乙二醛、乙醛酸、鸟嘌呤等核心品种的产能与市场份额均居国内外前列，规模优势显著。预计 2026-2028 年，医药中间体及原料药和有机化学原料业务将保持稳健增长，产品均价和毛利率水平基本稳定，构成公司盈利的基本盘。

2、锂电：

1) 产能假设：公司加速推进六氟磷酸锂和 VC 添加剂的产能建设，规划新增六氟磷酸锂产能合计 4.6 万吨/年、VC 添加剂产能 7000 吨/年。根据已披露的建设周期，预计公司 2026 年中、2028 和 2030 年初将分别投产六氟磷酸锂 6000 吨、2 万吨和 2 万吨，2027 年将投产 VC 添加剂 7000 吨。我们假设上述项目均按计划落地，且新增产能的产销率维持在高位。

2) 价格假设：

①六氟磷酸锂：下游动力及储能电池产销持续高增，磷酸铁锂电池为核心增量引擎，叠加新能源汽车、储能电站及消费电子多重拉动，六氟磷酸锂需求增长动力充足。结合 2025Q4 以来价格触底反弹、2026Q2 再度进入涨价通道的趋势，我们假设 2026-2028 年公司六氟磷酸锂销售均价分别为 13.5/14.0/14.0 万元/吨，六氟磷酸锂的涨价带动公司锂电池材料业务毛利率上升。

②VC 添加剂：受益于磷酸铁锂电池需求爆发，VC 作为核心功能性添加剂需求刚性，行业供给持续偏紧，VC 价格进入新一轮上涨周期。我们假设 2027-2028 年公司 VC 添加剂销售均价分别为 15.0/15.0 万元/吨。VC 作为高毛利产品带动公司锂电池材料业务毛利率进一步上升。

表 2：公司盈利预测

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总计					
收入 (亿元)	17.71	19.39	32.23	45.12	73.40
yoy (%)	-13.83%	9.53%	66.18%	39.99%	62.69%
毛利 (亿元)	2.16	3.64	11.00	17.64	30.20
毛利率 (%)	12.19%	18.78%	34.14%	39.09%	41.14%
——医药中间体及原料药					
收入 (亿元)	9.06	9.17	9.36	9.54	9.73
yoy (%)	-1.52%	1.30%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利 (亿元)	2.14	2.13	2.17	2.21	2.26
毛利率 (%)	23.69%	23.19%	23.19%	23.19%	23.19%
——有机化学原料					
收入 (亿元)	2.27	2.09	2.13	2.17	2.22
yoy (%)	3.18%	-7.98%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利 (亿元)	0.32	0.30	0.30	0.31	0.31
毛利率 (%)	14.30%	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%
——药品					
收入 (亿元)	0.82	0.90	0.94	0.99	1.04
yoy (%)	-11.44%	9.46%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利 (亿元)	0.12	0.20	0.21	0.22	0.24
毛利率 (%)	14.72%	22.73%	22.73%	22.73%	22.73%
——锂电池材料					
收入 (亿元)	5.17	6.74	19.31	31.92	59.92
yoy (%)	-34.08%	30.55%	186.36%	65.31%	87.72%
毛利 (亿元)	(0.34)	1.10	8.40	14.98	27.48
毛利率 (%)	-6.64%	16.35%	43.53%	46.93%	45.86%
——其他					
收入 (亿元)	0.40	0.50	0.50	0.50	0.50
毛利 (亿元)	(0.09)	(0.09)	(0.09)	(0.09)	(0.09)

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

4.2 估值

我们采用相对估值法中的 PE 估值法来对公司进行估值。由于公司主要产品涉及医药中间体及原料药和锂电池材料，可比公司从以下两个维度选取：

1、医药维度：

1) 川宁生物：公司主要产品涵盖硫氰酸红霉素、头孢、青霉素等抗生素中间体以及 UDCA 高端原料药、辅酶 Q10 等，总产能超 16,000 吨/年，市场占有率国内领先，与宏源药业医药板块以中间体为核心主业的业务结构高度一致。

2) 普洛药业：公司主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料业务，旗下拥有 7 家原料药生产工厂，是国内特色原料药头部企业，其“原料药+中间体+CDMO”一体化布局模式与宏源药业医药板块的一体化布局可比性强。

2、锂电池材料维度：

1) 多氟多：公司主营氟基新材料、新能源材料、电子信息材料和新能源电池，六氟磷酸锂产能达 6.5 万吨/年，与宏源药业在六氟磷酸锂领域产品与客户高度重叠。

2) 昊华科技：公司主要从事氟化工、电子化学品、高端制造化工材料的研发与生产。2025 年，公司电解液业务完成产能规模化布局，并完成六氟磷酸锂装置技改扩能，截至 2025 年底，其六氟磷酸锂产能达 9,000 吨/年，与宏源药业在六氟磷酸锂领域具有较高可比性。

3) 孚日股份：公司从家纺产业跨界切入锂电池电解液添加剂领域，目前 VC 添加剂产能达 1 万吨/年，与宏源药业从医药跨界切入锂电池材料并布局 VC 添加剂的成长路径相似。

目标市值 160 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。根据 Wind 一致预期，可比公司 2026 年平均 PE 为 21x，对应宏源药业目标市值为 160 亿元，相较于当前市值，公司有 27% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（对应 2026 年 5 月 27 日收盘价）

证券代码	证券简称	2026/5/27		预测归母净利润（亿元）				PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301301.SZ	川宁生物	8.98	200	7.69	9.15	10.88	12.27	22	18	16
000739.SZ	普洛药业	16.79	195	8.91	10.56	12.58	15.28	18	15	13
600378.SH	昊华科技	40.00	516	14.44	21.47	25.02	28.15	24	21	18
002407.SZ	多氟多	35.79	426	2.13	23.22	28.46	36.82	18	15	12
002083.SZ	孚日股份	10.04	95	4.28	4.76	5.77	6.90	20	16	14
	平均							21	17	15
301246.SZ	宏源药业	31.39	126	1.19	7.78	13.06	23.06	16	10	5

注：除宏源药业归母净利润为申万预测外，其他公司归母净利润为 Wind 一致性预测数据。

资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

1、原材料价格波动风险：公司生产经营所需的原材料包括乙二醇、环氧乙烷、乙醛、氟化锂等各类基础化工产品，其市场价格受供需关系、国际油价等因素影响较大。若上游原材料价格上涨而公司产品销售价格未能及时进行调整，将对公司的经营业绩产生不利影响。

2、产品价格下滑风险：公司所处的六氟磷酸锂领域目前正处于快速扩张期，随着新增产能逐步建成与释放，行业竞争可能加剧，使得产品价格面临下行压力。同时，公司产品价格还受宏观经济、下游行业需求等因素影响，若宏观经济发生不利变化或下游客户所在行业需求出现停滞甚至下调，亦将对公司产品价格产生不利影响。

3、投产进度不及预期风险：公司目前正推进六氟磷酸锂改扩建等项目，项目的建设投产涉及多个环节，可能受到政策审批进度、施工条件变化、设备交付延迟等不确定因素的影响。若上述项目投产进度不及预期，将可能延缓公司新增产能的释放节奏，进而对公司的收入增长与市场拓展计划产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,771	1,939	3,223	4,512	7,340
营业收入	1,771	1,939	3,223	4,512	7,340
医药中间体及原料药	906	917	936	954	973
有机化学原料	227	209	213	217	222
药品	82	90	94	99	104
锂电池材料	517	674	1,931	3,192	5,992
其他	40	50	50	50	50
营业总成本	1,713	1,795	2,414	3,104	4,765
营业成本	1,555	1,575	2,123	2,748	4,320
医药中间体及原料药	691	705	719	733	748
有机化学原料	194	179	183	186	190
药品	70	69	73	76	80
锂电池材料	551	564	1,090	1,694	3,244
其他	49	58	58	58	58
税金及附加	10	15	25	35	58
销售费用	37	48	61	77	103
管理费用	54	63	77	90	110
研发费用	59	84	113	135	158
财务费用	-3	10	14	18	17
其他收益	31	24	26	27	26
投资收益	3	31	98	113	113
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	2	0	0	0
信用减值损失	-2	-4	-1	-1	-1
资产减值损失	-35	-40	-40	-40	-40
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	60	158	894	1,508	2,673
营业外收支	0	-13	0	0	0
利润总额	60	146	894	1,508	2,673
所得税	8	28	119	209	384
净利润	51	118	774	1,299	2,289
少数股东损益	0	-1	-3	-7	-16
归母净利润	51	119	778	1,306	2,306

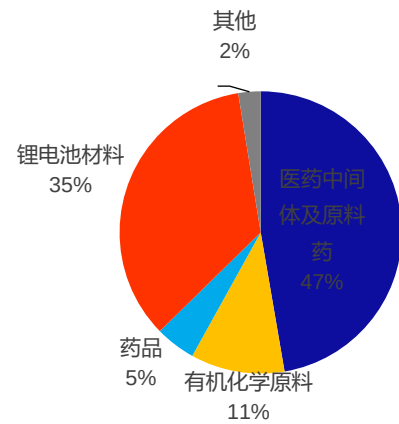
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

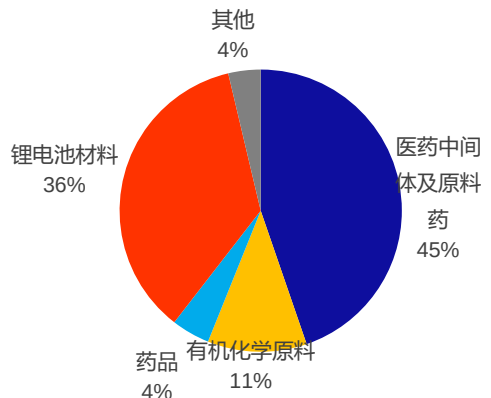
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	51	118	774	1,299	2,289
加：折旧摊销减值	218	248	374	415	457
财务费用	12	16	14	18	17
非经营损失	-5	-35	-99	-114	-114
营运资本变动	-301	-554	-164	-49	-143
其它	10	23	-43	-11	21
经营活动现金流	-16	-185	857	1,558	2,527
资本开支	159	154	513	513	513
其它投资现金流	572	-87	-278	-263	-263
投资活动现金流	414	-241	-791	-776	-776
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-14	197	138	138	138
支付股利、利息	31	28	34	173	278
其它融资现金流	-132	63	19	0	24
融资活动现金流	-177	231	123	-36	-117
净现金流	226	-195	188	746	1,634

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

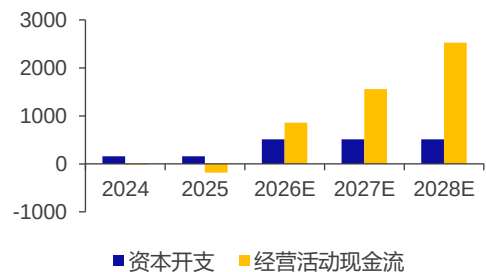
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,046	3,297	4,161	5,710	8,586
现金及等价物	1,646	1,601	2,165	3,288	5,298
应收款项	678	1,043	1,341	1,640	2,297
存货净额	271	319	278	395	625
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	452	334	377	388	366
长期投资	204	211	211	211	211
固定资产	2,284	2,358	2,539	2,679	2,778
无形资产及其他资产	290	299	299	299	299
资产总计	5,825	6,165	7,210	8,899	11,874
流动负债	1,136	1,241	1,376	1,783	2,568
短期借款	137	157	157	157	157
应付款项	812	860	994	1,402	2,187
其它流动负债	187	224	224	224	224
非流动负债	328	465	603	741	879
负债合计	1,464	1,706	1,978	2,524	3,447
股本	400	400	400	400	400
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,140	2,130	2,153	2,153	2,177
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	191	200	262	366	549
未分配利润	1,627	1,725	2,421	3,467	5,329
少数股东权益	0	-1	-4	-11	-27
股东权益	4,361	4,459	5,232	6,375	8,427
负债和股东权益合计	5,825	6,165	7,210	8,899	11,874

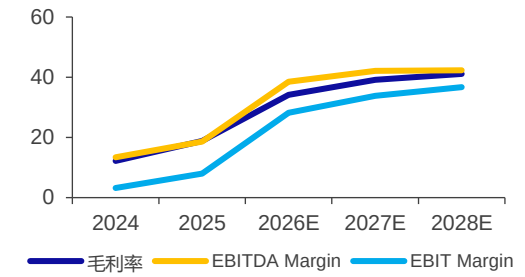
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

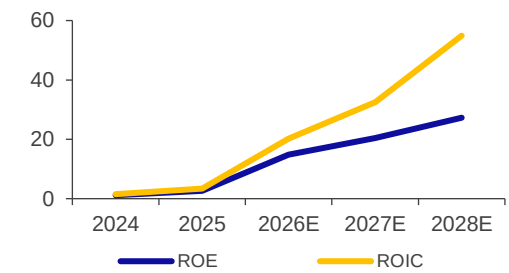
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.30	1.94	3.26	5.76
每股经营现金流	-0.04	-0.46	2.14	3.89	6.32
每股红利	0.05	0.03	0.05	0.39	0.65
每股净资产	10.90	11.15	13.09	15.97	21.14
关键运营指标(%)					
ROIC	1.5	3.4	20.2	32.5	54.9
ROE	1.2	2.7	14.9	20.4	27.3
毛利率	12.2	18.8	34.1	39.1	41.1
EBITDA Margin	13.4	18.6	38.5	42.1	42.3
EBIT Margin	3.2	8.0	28.2	33.8	36.7
营业总收入同比增长	-13.8	9.5	66.2	40.0	62.7
归母净利润同比增长	-41.0	131.3	553.1	67.9	76.6
资产负债率	25.1	27.7	27.4	28.4	29.0
净资产周转率	0.41	0.43	0.62	0.71	0.87
总资产周转率	0.30	0.31	0.45	0.51	0.62
有效税率	14.5	24.5	15.0	15.0	15.0
股息率	0.2	0.1	0.2	1.3	2.1
估值指标(倍)					
P/E	244.0	105.5	16.2	9.6	5.5
P/B	2.9	2.8	2.4	2.0	1.5
EV/Sale	7.4	6.8	4.1	3.0	1.9
EV/EBITDA	54.8	36.6	10.7	7.1	4.4
股本	400	400	400	400	400

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

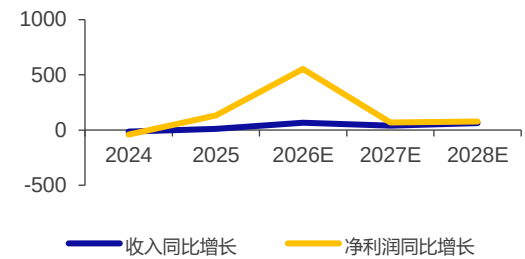
经营利润率(%)



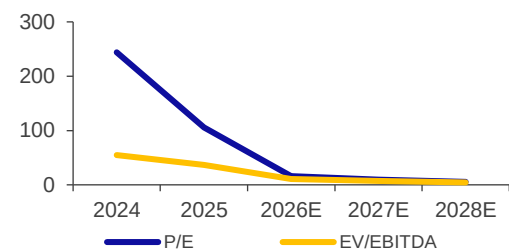
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。